サンセイランディック | 3277

Sponsored Research
2020年9月29日

Sessa Investment Research

INITIATION

Sansei Landic

注目点:
専門知識を活かして土地所有者と借地上の建物所有者の両方に権利調整ソリューションを提供することにより価値を創造する。不動産価格変動に影響され難く、かつ大手デベロッパーにとっては魅力に欠けるニッチな市場。小規模な不動産を数多く取り扱うことでリスクを分散。

主要指標	
株価 (9/28)	752
年初来高値 (20/1/19)	927
年初来安値 (20/3/13)	560
10年間高値 (18/1/26)	1,506
10年間安値 (12/8/1)	172
発行済株式数(百万)	8.47
時価総額 (十億円)	6.32
EV (十億)	9.78
株主資本比率(3/31)	48.8%
FY12/20 P/E (CE)	23.6x
FY12/20 DY (CE)	3.72%
FY12/20 OPM (CE)	3.9%
FY12/19 ROE (act)	12.3%
FY12/19 P/B (act)	0.64x

株価チャート 52週

Source: SPEEDA

アナリスト
ロドニー・リード
Rodney Reid
research@sessapartners.co.jp

ニッチな市場でバリューアップ

エグゼクティブサマリー
会社概要: 安定度の高いニッチな市場

- サンセイランディックは、ニッチな市場で競争が限定的な底地の権利調整に重点を置いている。同事業の特長は、底地を取得し借地権者等との権利調整を行うことでバリューアップを図ることである。借地権者と信頼関係を築きつつ、誠実且つ細かな対応をしながら権利調整を進めることで販売までつなげている。このニッチな市場は景気変動や不動産価格の影響を受け難いことから、利益率は高く長期にわたり安定した自己資本利益率を実現できている。

- 周知のように日本では少子高齢化問題が深刻化しており、底地の権利調整市場は構造的な成長が見込める有望な長期成長市場である。同社はこの成長分野でパイオニアとしての優位性を維持している。

- 新型コロナウイルスが原因で、重要なプロセスである対面交渉に大きな影響が出ていることから、同社は7月末に年間の売上高ならびに利益の予想を引き下げた。ただ、新型コロナウイルス禍がいずれ終息し、権利調整事業の収益性が維持されれば、市場の回復時には同社が大きな恩恵を享受すると見ている。

バリュエーション:
2桁のROEが続く一方で、PBRは1倍を大きく割り込んでいる

- 事業ポートフォリオの見直しと在庫の回転がサンセイランディックの事業モデルの基本である。同社は、割安な資産を取得した後に権利調整やその他の資産管理上の問題を上手く解決した上で、これらの資産を売却しておよそ30%の粗利益率を実現している。同社は過剰な財務レバレッジに頼ることなく、過去10年間に平均で13%のROEを達成してきた。このところの株価下落により、同社の株価はPBRで1倍を大きく割り込み、かつ同業他社に比べても割安な魅力的水準にある。

投資にあたっての3つのKEY QUESTIONS

1)どのようにして収益を上げているのか？
同社は一般に馴染みのない日本の不動産市場のニッチ分野で事業を展開していることから、まずは収益を生む仕組みを知りたい。
2) 同社の優位性は何か？
市場環境は良好に見えるが、サンセイランディックが市場をアウトパフォームする優位性は何なのだろうか。
3) 新型コロナウイルス禍後の展望は？
多くの企業同様に、サンセイランディックも新型コロナウイルスの影響を受けているが、ポストコロナの展望はどのようなものなのだろうか。

本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレーマーをご覧下さい。

連結業績推移、会社予想 FY2020/12

J-GAAP 百万円、 %	FY2015/12 act	FY2016/12 act	FY2017/12 act	FY2018/12 act	FY2019/12 act	5Y CAGR	FY2020/12 期初CE 2/14	FY2020/12 修正CE 7/31
売上高	11,568	12,300	13,099	16,833	18,020	*11.5*	21,552	16,725
YoY	*10.8*	*6.3*	*6.5*	*28.5*	*7.1*		*19.6*	*(7.2)*
不動産販売	10,241	10,959	11,969	16,050	16,267	*13.0*	19,581	
• 底地	5,300	5,413	5,066	7,087	6,697	*10.1*	7,510	
• 居抜き	3,851	3,404	5,649	5,061	7,399	*19.5*	8,282	
• 所有権	690	1,791	899	3,454	1,703	*4.8*	3,306	
建築	1,327	1,341	1,130	784	1,753	*1.8*		
YoY （%）								
不動産販売	15.9	7.0	9.2	34.1	1.4		20.4	
• 底地	28.2	2.1	(6.4)	39.9	(5.5)		12.1	
• 居抜き	26.9	(11.6)	66.0	(10.4)	46.2		11.9	
• 所有権	(48.8)	159.6	(49.8)	284.2	(50.7)		94.1	
建築	(17.3)	1.1	(15.7)	(30.6)	123.6			
セグメント比率								
不動産販売	88.5%	89.1%	91.4%	95.3%	90.3%		90.9%	
• 底地	45.8%	44.0%	38.7%	42.1%	37.2%		34.8%	
• 居抜き	33.3%	27.7%	43.1%	30.1%	41.1%		38.4%	
• 所有権	6.0%	14.6%	6.9%	20.5%	9.5%		15.3%	
建築	11.5%	10.9%	8.6%	4.7%	9.7%			
粗利益	3,769	3,957	4,532	4,805	5,119	*8.6*		
粗利益率	*32.6%*	*32.2%*	*34.6%*	*28.5%*	*28.4%*			
販管費	2,470	2,510	2,770	3,039	3,258	*8.3*		
販管費率	*21.4%*	*20.4%*	*21.1%*	*18.1%*	*18.1%*			
償却	105	86	71	56	51			
EBITDA	1,405	1,532	1,833	1,822	1,912	*8.4*		
EBITDA マージン	*12.1%*	*12.5%*	*14.0%*	*10.8%*	*10.6%*			
営業利益	1,300	1,446	1,762	1,766	1,861	*9.1*	1,686	647
YoY(%)	*7.9*	*11.2*	*21.9*	*0.2*	*5.4*		*(9.4)*	*(65.2)*
営業利益率	*11.2%*	*11.8%*	*13.5%*	*10.5%*	*10.3%*			
不動産販売	2,018	2,251	2,742	2,881	2,954			
建築	(39)	(56)	(44)	(174)	(44)			
消去	(680)	(749)	(936)	(942)	(1,049)			
経常利益	1,196	1,329	1,669	1,643	1,759	*11.0*	1,559	450
YoY(%)	*14.6*	*11.1*	*25.6*	*(1.6)*	*7.1*		*(11.4)*	*(74.4)*
親会社株主に帰属する純利益	724	854	1,111	1,007	1,159	*13.1*	1,047	268
YoY(%)	*15.7*	*18.0*	*30.1*	*(9.4)*	*15.1*		*(9.7)*	*(76.9)*
EPS (¥)	90.08	104.94	134.45	119.62	137.08		123.88	31.81
DPS (¥)	10.00	12.00	18.00	21.00	23.00		25.00	—
BPS (¥)	744.23	840.78	957.50	1,053.94	1,169.65			

出所；同社決算短信、IR資料よりSESSAパートナーズ作成

3つのKEY QUESTIONS

◉ どのようにして収益を上げているのか？
◉ 同社の優位性は何か？
◉ 新型コロナウイルス禍後の展望は？

連結財務諸表と主要指標

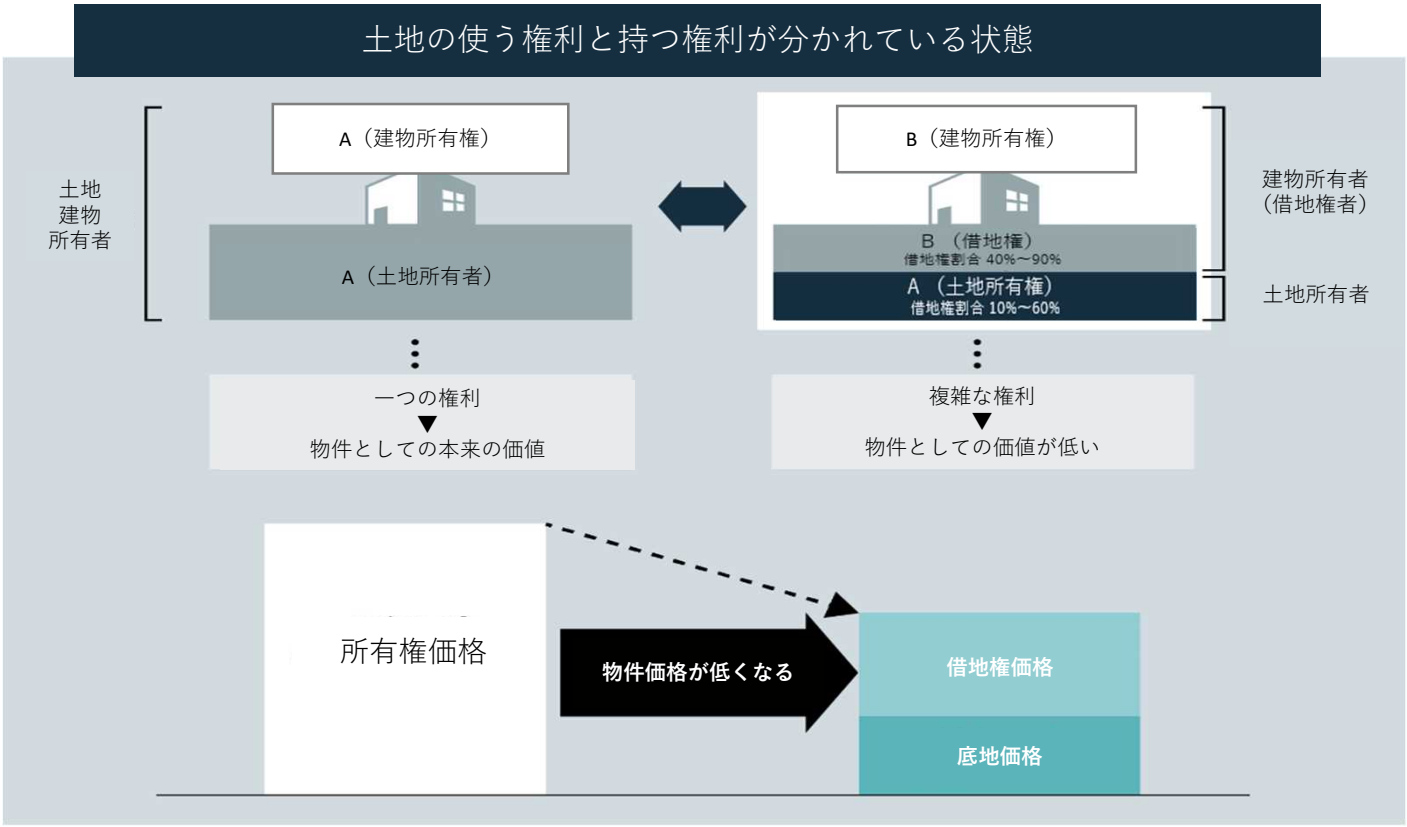
J-GAAP 百万円、 %	FY2015/12 act	FY2016/12 act	FY2017/12 act	FY2018/12 act	FY2019/12 act	5Y CAGR	1Q 2020/12 (3/31)
総資産	11,398	10,833	16,916	16,777	19,294	*17.0*	20,004
純資産	6,034	6,852	8,002	8,903	9,891	*13.5*	9,776
自己資本比率 (%)	52.9%	63.3%	47.3%	53.1%	51.3%		48.9%
現預金	2,254	2,435	3,558	3,594	4,134	*12.7*	3,636
不動産販売用在庫資産	7,699	6,878	11,864	11,678	13,494	*21.2*	14,656
有利子負債	3,958	2,712	7,439	6,048	7,203	*24.4*	7,728
純負債額	(1,704)	(277)	(3,881)	(2,454)	(3,069)		(4,092)
配当額	80	97	150	177	194	*34.6*	
配当性向 (%)	11.1	11.4	13.4	17.6	16.8		
ROE (%)	12.8	13.2	15.0	11.9	12.3		
DOE (%)	1.4	1.5	2.0	2.1	2.1		
営業キャッシュフロー	(1,451)	1,611	(3,666)	1,617	(420)		—
投資キャッシュフロー	(116)	(184)	107	(64)	(71)		—
フリーキャッシュフロー	(1,567)	1,427	(3,559)	1,553	(491)		—
財務キャッシュフロー	1,588	(1,278)	4,667	(1,495)	984		—

出所： 同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成

どのようにして収益を上げているのか？
サンセイランディックは、底地の権利調整や老朽化した賃貸不動産に重点を置く不動産投資事業者である。権利関係が複雑に入り組んだ不動産の評価額は、権利関係がシンプルなものに比べて低い。同社は、底地を取得し、その権利を調整して資産全体の価値を高めることで収益を上げている。

底地と借地権
日本では、およそ87万世帯が旧借地借家法に基づき不動産を保有している。これらの不動産は通常1992年以前のものであり、土地の使用権(借地権[借り手])と土地の所有権(底地、[土地所有権、貸し手])が分かれていることが特徴である。1つの不動産について存在する複数の権利が、貸し手と借り手の双方の自由を束縛して、不動産の過小評価につながる場合が生じ得る。借り手が所有者から土地を買い取る段取りが整っていても、長年にわたる係争や意見の相違が解消されていない場合がしばしばあり、そこにサンセイランディックが活躍する余地がある。

同社は土地のバリューアップを目指して土地を取得し、権利調整やその他の価値を高めるための施策(道路の拡張、区画の分割、その他の関連対策)を実施する。全事例のおよそ9割では、底地に居住している借地人に最終的に売却される。借地権では建て替えや大規模修繕において地主の承諾が必要であったが、自分の土地となることでそれが不要になる。加えて所有権となることで資産価値も向上するからだ。残る1割は同社が一時的に保有するが、いずれ第三者に売却される。



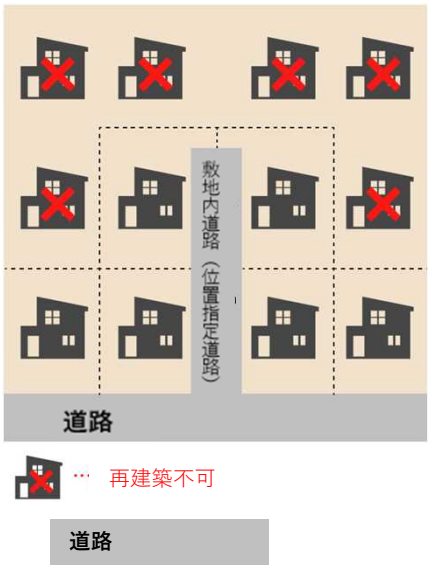
出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

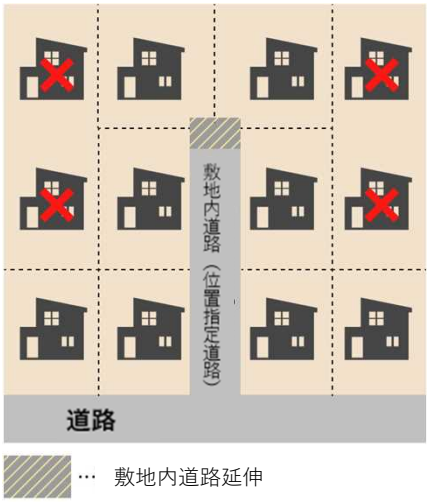
底地の権利調整の実例

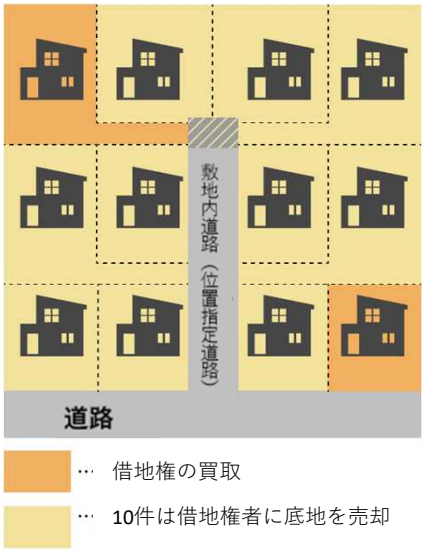
サンセイランディックにとって、借地権者、土地保有者、自社の三方が手にする価値を高めるというのが理想的なシナリオである。底地は道路に接していないなどの理由で再建築できないものもあり、販売するためにはさまざまな権利調整が必要である。借地権者と誠実且つ丁寧な交渉を重ねることで信頼を得て販売までいたる。およそ6～7割の底地は買い付けてから権利調整を経て１年以内にそこに住む借地権者に販売されるが、残りはそれ以降になる傾向がある。

概要　所在： 神奈川県A市　地積： 300坪　借地権者数：12名

同社買取時	権利調整①	権利調整②
借地12件のうち、道路に接していない6件が「再建築不可」（＝物件価値が低い）の状態 土地所有者から同社がそのまま「底地」購入	精密に測量を行ったうえで、役所と協議し、敷地内の道路を延長 6件中、2件は再建築可能になる	分筆により全ての区画が道路に接することができ、12件全て再建築可能になる。 （＝物件価値が大きくアップ）







土地所有者

借地権者の数が多く、調整が困難な底地の流動化（売却）に成功

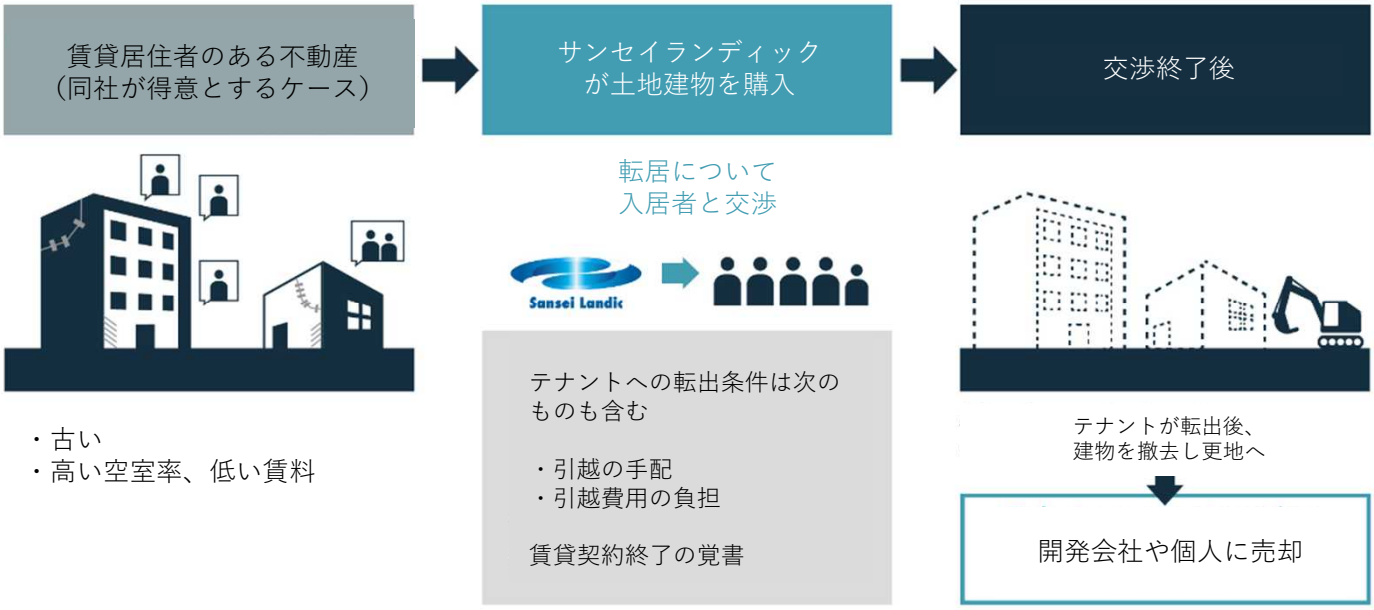
借地権者

全ての借地権者が再建築可能な所有権を獲得し、資産価値が向上

出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

居抜き/入居中のアパート等

日本には、老朽且つ管理が不完全なため入居率が低く、その結果として低い賃貸イールドに悩むアパートが数多くある。サンセイランディックは、買い手が興味を示さないこのような不動産の取得を得意としている。同社は、不動産の取得後に居住者(テナント)に転居費用の負担など有利な条件を提示し、合意の基に転居してもらう。全室の退去が済み、移転が完了し次第、更地にしてデベロッパーやその他の第三者に売却する。繰り返しになるが、同社は交渉能力を活かして個々の不動産の権利調整を取りまとめることで、そこにある土地の資産価値を具現化するエキスパートである。



出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

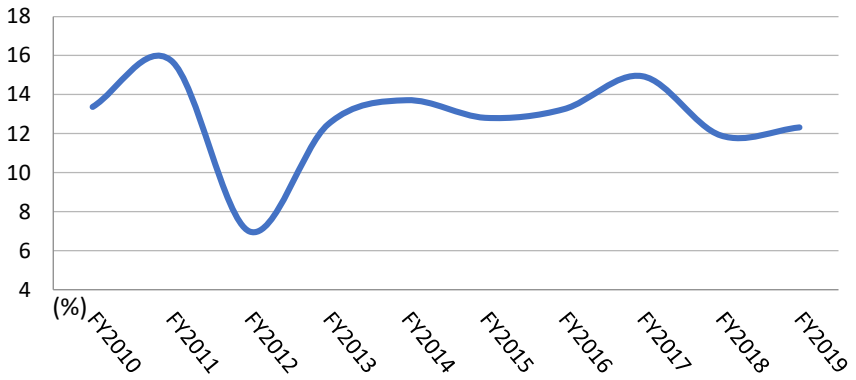
サンセイランディックの優位性

サンセイランディックは、底地の権利調整分野における構造的な成長から恩恵を享受する立場にある。周知のように日本では少子高齢化問題が深刻化しており、底地の権利調整市場は構造的な成長が見込める有望な長期成長市場である。サンセイランディックはこの成長市場で優位に立っている。さらにこの事業はその執行プロセスが複雑で競争が少ないことから、同社は高水準かつ安定した粗利益率を確保でき、かつ継続的に2桁のROEを実現している。

底地事業は景気変動の影響を受け難い

底地事業は、不動産市場全体に比べて景気全般の影響を受け難い。土地の権利問題は、相続時に表面化するのが一般的であり、その際には得てして相続人は税務対策などを理由にそれを売却しようとする状況が生じる。また、土地の権利の買い手は往々にして借地人であることから、彼らはきれいに整理された権利を取得することで資産価値増大の恩恵に浴することができる。加えて、その多くは平均取引額が比較的小さく(～1,000万円)、個人でも賄える金額であることから景気変動の影響を受け難い。そのおかげで、同社は過去数年間、安定したROEを実現できている。

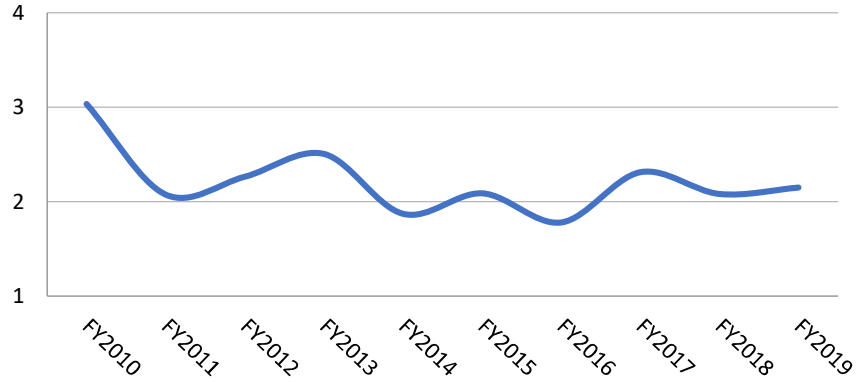
ROE推移



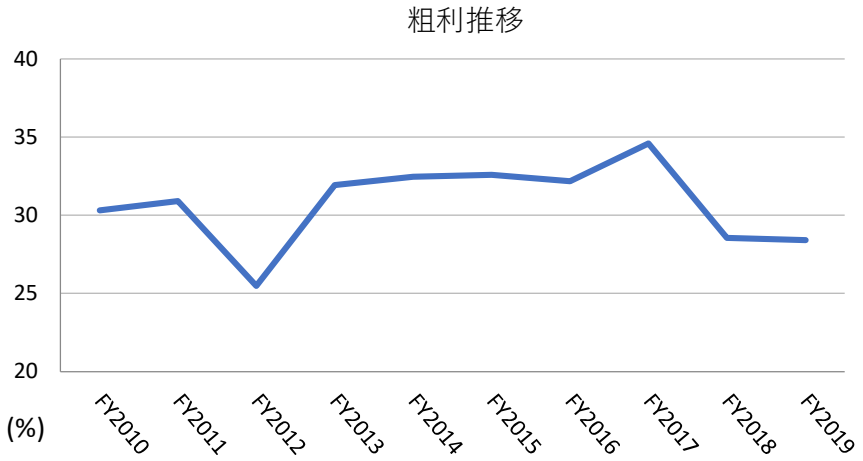
競争が少ないニッチな市場

市場の特性が理由で同事業には競合相手が少ない。加えて、小規模な不動産会社が担保価値の低いこれらの権利に対して銀行から融資を受けることは難しい。サンセイランディックは健全なバランスシートを誇り、財務レバレッジは安定していることから、チャンスを生かして資産を取得することができる。

財務レバレッジ（総資産/自己資本）



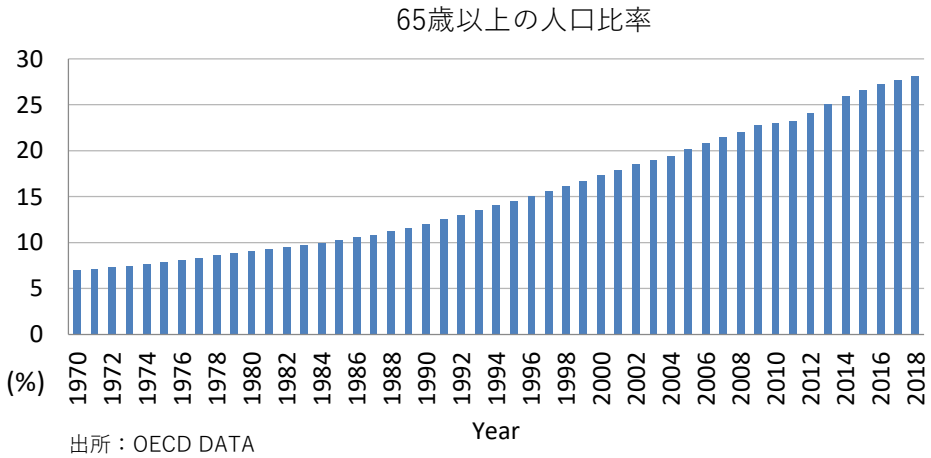
他方、大手企業は権利交渉プロセスが面倒でスケールメリットがないことを理由に消極的である。そのおかげで、サンセイランディックは優位に立つことができ、同事業で30%前後の粗利益率を実現している。



構造的な成長

サンセイランディックは、日本には現在87万件前後の借地権が存在しており、これが同社にとっての潜在市場であると考えている。同社が1991年以降に仕上げた取引は8,000件強であることから、この市場は依然としてほとんど手付かずの状態と言える。同社は、現状の体制下で年間400件前後の取引を実行すること前提としており、潜在市場規模を考えれば長期的な成長が見込めるということである。

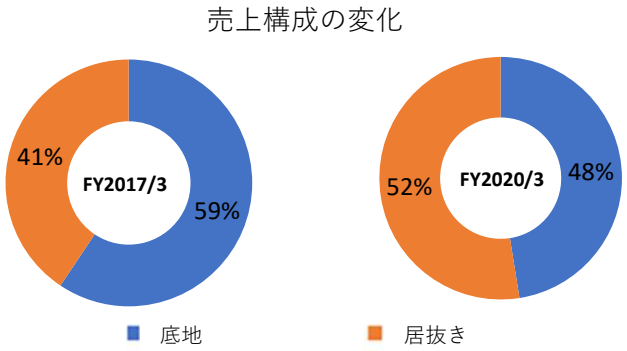
少子高齢化が進む日本の状況は同社にとって強力な追い風である。相続は地主にとって資産ポートフォリオを見直す契機であり、同社が高齢化する地主から底地を取得する機会が増える。相続税率が高いことと相まって、土地の所有権と借地権の問題解決に取り組む社会的かつ経済的な意義は十分にあると言える。



出所：OECD DATA

選択肢の1つとしての居抜き事業

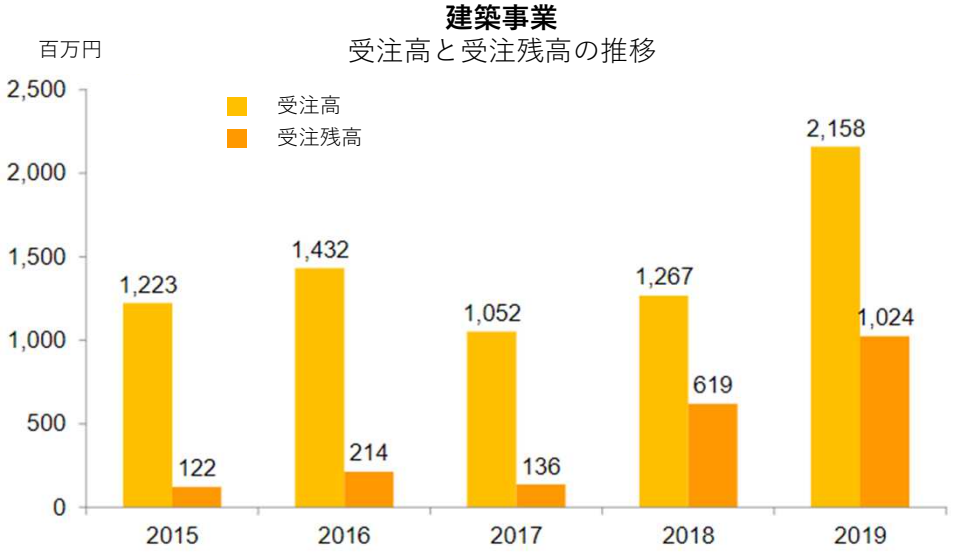
居住者がいる不動産(老朽アパート)の取得事業は、底地事業に比べて景気変動の影響を受けやすい事業構造である。大規模なディールでは、同社の案件選択の自由度は高くより高い収益を目指せるが、その一方で状況が悪化すれば短期間で規模の縮小を余儀なくされる。過去数年間、同社はアベノミクスの追い風に乗り、居抜き不動産の売上げ比率を引き上げてきた。



出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

今後の好転が見込まれる建築事業

同社は、中核事業である底地・居抜き事業のほかに、デザイン注文住宅に特化した建築事業であるワンズライフホーム（子会社）を展開している。ワンズライフホームは、年間40軒前後の戸建て住宅建設と100件前後のリノベーションを手掛けている。ワンズライフホームの規模は小さいことから、同社は再三にわたり収益性の低さに悩まされてきた。同社は、コスト管理強化のために不採算のショールームを閉鎖し、本社を移転した。その一方で、広告やオンラインマーケティングを強化して売上げ拡大に取り組んだおかげで、2019年12月期の受注残高は2018年12月期の6億1,900万円から10億2,400万円に増加した。利益面では前期87百万円の損失であったが今期第２四半期ではトントンまで改善している。



出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

ポストコロナの見通し

新型コロナウイルスの影響

サンセイランディックの株価と収益は共に、新型コロナウイルスから大きな打撃を被った。7月下旬に、同社は20年12月期の通期業績予想を下方修正し、売上高については215億円⇒167億円、営業利益については17億円⇒6億円に引き下げた。

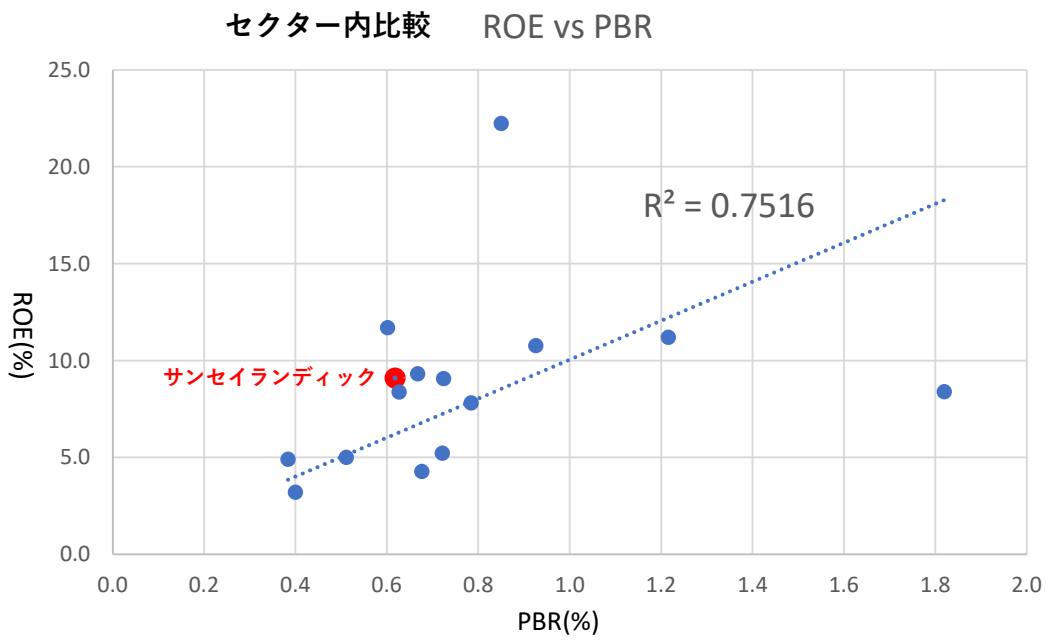
同社の株式は年初に900円前後で取引されていたが、その後市場全体が下落したことから3月下旬には600円まで下げた。株式市場全体の反発に伴い、同社の株価も6月までにほぼ下落前の水準を回復した。しかし、新型コロナウイルスは同社の事業に悪影響を及ぼしており、中でも底地事業にとって非常に重要な対面交渉が深刻な影響を被った。居抜き事業も同様に悪影響を受け、入居者の退去交渉や契約に遅れが生じている。これらは同社の 事業の大部分を占めていることから、同社は7月末に通期の業績予想を下方修正し、それを受けて株価は700円、PBRは0.6倍程度の水準となった。

新型コロナウイルス対策ならびに2020年12月期の業績

同社は、従業員と顧客の両方の安全を確保するために対面での面談を制限している。従来は主に対面での交渉を進めていたが、Eメールやオンライン会議の積極的な利用を促進することで関係者の安全を最優する施策に取り組んだ。これまでのところ、販売については複雑な交渉が伴うことから従来通り対面で行っている。しかし、これらの制限が、2020年8月12日に発表された第2四半期の収益にネガティブな影響を残した。上半期の売上高は8.5％増の84億円になったが、会社側の当初予想である98億円を下回り、営業利益も前年比50％減の4億円と、当初予想の5.2億円を下回った。財務的には39億円の新規融資を確保したが、不透明なコロナ禍を乗り切るための賢明な判断と言えるだろう。

今後の見通しは？

新型コロナウイルスは同社の短期的な展望に影響を及ぼしており、これが通期の業績予想の下方修正に反映されている。新型コロナウイルス禍の終息時期を見通すことは不可能であるが、社会が一度正常化に向かえば同社は健全なバランスシートにより比較的速やかに回復できるだろう。現時点で、同社のビジネスにとっての最大のボトルネックは対面交渉ができないことである。ソーシャルディスタンスに関する制限が緩和されれば、株価がPBRで1倍に向けて回復歩調をたどる可能性が高い。同社のROEが常に10％を上回っていることから考えて、現在の0.6倍のPBRは低過ぎると言えるだろう。中核事業の回復に加えて、同社は中期経営計画において成長けん引役を具体的に示しており、それらはまだ株価に十分には織り込まれていない。



上のチャートは類似企業間でROEとPBRの相関をプロットしたものである。同社のビジネスモデルと類似する会社はほとんど無いため、ここではSPEEDAの分類である「不動産セクター/リノベーション」（15社、時価総額10億円以上、1000億円以下）と比較した。アセットを買取り、付加価値を加えて再販するという視点で広義の類似企業と見做した。多くの企業がPBR1以下で取引されているが、各社のROEとPBRの相関係数は株式としては比較的高い数値となり、一定以上のROEは株価形成の重要な要素と言える。9.1%のROEを持つサンセイランディックはPBRが1倍程度であっても不思議ではない。

広義の同業他社比較
EV/IC vs ROIC and PBR vs ROE

コード	会社	時価総額（百万円）	IC（百万円）	EV/IC	ROIC(%)	PBR	ROE(%)
3277	サンセイランディック	6,131	16,720	0.8	5.9	0.6	9.1
3244	サムティ	51,767	208,518	0.9	2.3	0.7	5.2
8923	トーセイ	45,669	114,430	0.9	3.4	0.8	7.8
8934	サンフロンティア不動産	39,931	100,144	0.8	5.2	0.6	8.4
2975	スター・マイカ　HLD	23,296	74,254	1.1	1.3	1.2	11.2
8844	コスモスイニシア	12,649	100,004	0.8	1.7	0.4	3.2
3299	ムゲンエステート	11,596	55,895	0.8	2.7	0.5	5
3264	アスコット	8,312	23,988	0.8	5.7	0.7	9.3
3294	イーグランド	4,472	13,314	0.8	5.8	0.6	11.7
8940	インテリックス	4,278	30,614	0.8	2.5	0.4	4.9
3236	プロパスト	3,820	17,980	1	6.3	0.9	22.2
9820	エムティジェネックス	2,899	1,648	0.9	10.4	0.9	10.8
4437	Gooddays HLD	2,873	1,023	2.3	7.3	1.8	8.4
3497	リーガル不動産	2,645	42,225	1	4.3	0.7	4.3
3297	東武住販	2,303	4,165	0.8	6.4	0.7	9.1
	平均値	6,131	30,614	0.8	5.2	0.7	8.4

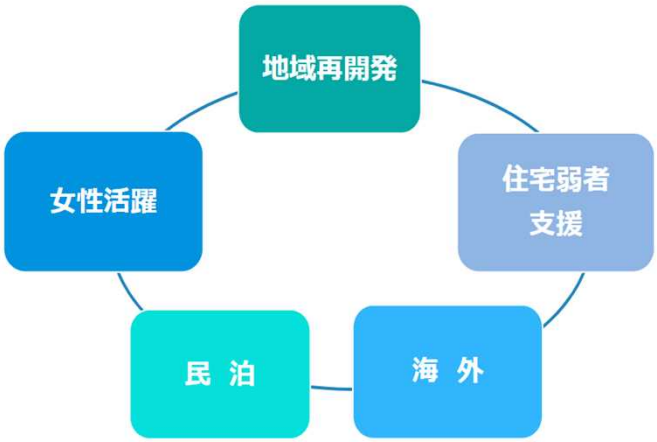
出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成

中期経営計画における成長に向けた取り組み
サンセイランディックの中期経営計画(2018年～2020年)の基本方針は、以下の3点である。

・成長(不動産諸問題に対応する 新規事業の推進と事業の収益化)
・安定(既存事業の着実な成長)
・還元(株主、社会、社員への利益の還元)

同社は、地域再開発、住宅弱者支援事業、女性の登用、民泊、高齢化や空き家問題への取り組み、海外展開などを成長に向けた重点分野に据えている。

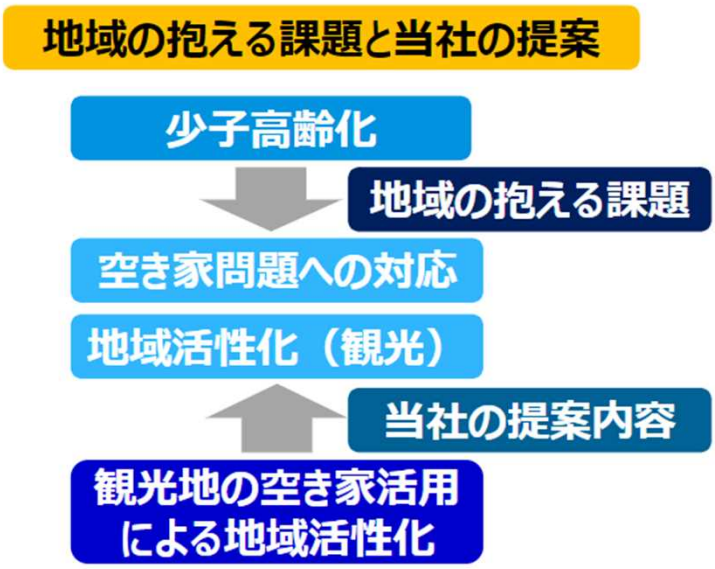
成長ドライバー
新規事業からの収益創出



出所：同社IR資料

地域再開発事業は、少子高齢化が原因で人口減少に見舞われている地域にある土地の権利の再調整プロセスをサポートするものである。人口減少により、多くの地方自治体は空き家問題に直面していることから、サンセイランディックはそれらの地域の再活性化のために同社の豊富な経験や知識を活かすことで貢献できよう。同社は2019年7月に地域再開発事業を立ち上げ、これまでに同社の事業を説明するために24の地方自治体とコンタクトしており、各地域のそれぞれの環境について理解を深めている。地域再開発は現行のビジネスモデルの延長線上にあり、そこに魅力的なビジネスチャンスを見出せる可能性が高いと考えている。

地域活性化への取り組み



出所：同社IR資料

住宅弱者支援事業は、民泊企業や保証会社などのパートナー企業と連携している。高齢者や障害者など賃貸契約を敬遠されることも少なくなく、同社は不動産の権利調整交渉で独自のスキルを有することから、物件の取得などに貢献しているという。

女性の登用では、「産休・育休の取得しやすい環境整備」、「休暇取得後のスムーズな職場復帰」を重視している他、女性社員の活躍の場を広げるため、女性社員のの立案による新規事業の推進を行っている。

民家の空き室を利用した**民泊**事業は2016年に始まった。民泊サービスに関する同社の経験や、将来の新型コロナウイルスの影響の程度は未知数だが、同事業は既存不動産の有効活用方法の1つである。

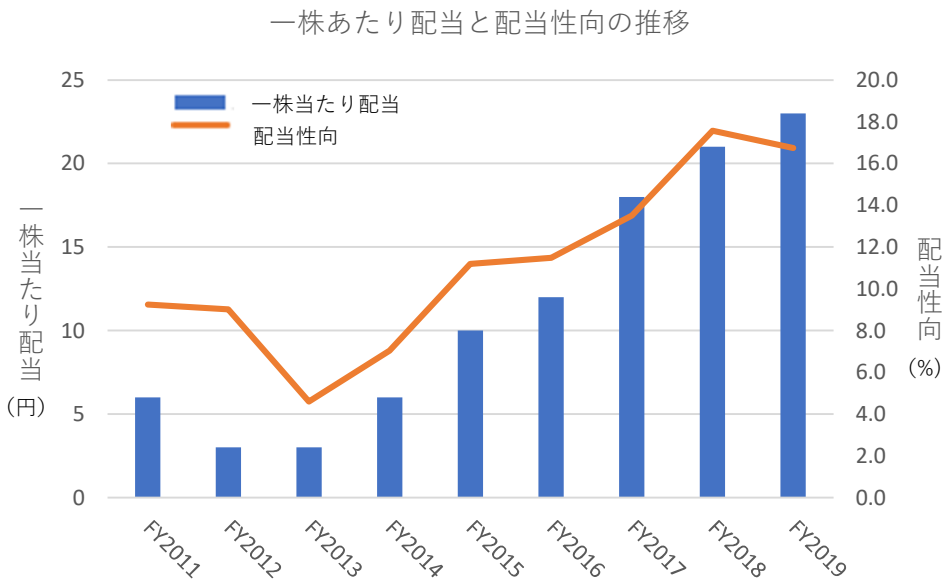
同社のビジネスモデルの**海外展開**構想はまだアイデア段階であり、現地の様々な諸規制を考慮すれば短期的に実現できるかどうかは定かではない。

ガバナンス: CEOを筆頭に多くの経営幹部は同社の株主でもある

同社は、日本の中小企業では一般的な従来型の監査役会制度を採用している。取締役会は8人のメンバーで構成され、そのうちの2人は社外の会計士・税理士である。現在のCEOの松﨑氏は、1993年にサンセイランディックに入社し、2003年にCEOに就任した。バブル経済崩壊の余波が残る中、同氏はビジネスモデルを元々の不動産仲介事業から現在の底地事業へのシフトを推進した。松崎CEOは同社の15.5%に相当するおよそ130万株を保有している。同社の場合、株主である取締役の割合が高く、他の経営幹部も日本の基準から見てそれ相応の株式を保有している。同社は主要な成長要因の1つとして女性人材の登用を志向しているが、現時点で女性の取締役がおらず、おそらく今後取り組むべき課題の1つだろう。

株主還元

同社は過去6年間毎年増配を実施し、妥当な配当性向を維持することで株主に報いている。



出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成

連結損益計算書

J-GAAP	FY2014/12	FY2015/12	FY2016/12	FY2017/12	FY2018/12	FY2019/12
百万円、 %	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
売上高合計	10,444	11,568	12,300	13,099	16,833	18,020
売上原価合計	7,055	7,798	8,344	8,566	12,028	12,902
売上原価	7,055	7,798	8,344	8,566	12,028	12,902
売上総利益	3,389	3,769	3,957	4,532	4,805	5,119
売上総利益率	*32.4*	*32.6*	*32.2*	*34.6*	*28.5*	*28.4*
販売費及び一般管理費	2,184	2,470	2,510	2,770	3,039	3,258
営業利益	1,205	1,300	1,446	1,762	1,766	1,861
営業利益率	*11.5*	*11.2*	*11.8*	*13.5*	*10.5*	*10.3*
営業外収益	14	15	15	12	28	42
受取利息配当金	2	1	0	0	0	0
営業外費用	174	118	133	106	150	144
支払利息割引料	98	99	83	85	125	116
経常利益	1,044	1,196	1,329	1,669	1,643	1,759
経常利益率	*10*	*10.3*	*10.8*	*12.7*	*9.8*	*9.8*
特別損益				3	-104	
特別利益				97		
特別損失				94	104	
税金等調整前当期純利益	1,044	1,196	1,329	1,672	1,539	1,759
税引前利益率	*10*	*10.3*	*10.8*	*12.8*	*9.1*	*9.8*
法人税等	418	472	475	561	533	600
法人税等 - 当期分	418	468	443	622	536	606
法人税等調整額 - 繰延分	0	4	32	-61	-3	-6
親会社株主に帰属する当期純利益	626	724	854	1,111	1,007	1,159
当期純利益	626	724	854	1,111	1,007	1,159
親会社株主に帰属する当期純利益率	*6*	*6.3*	*6.9*	*8.5*	*6*	*6.4*
包括利益	626	724	854	1,111	1,007	1,159
親会社株主に係る包括利益	626	724	854	1,111	1,007	1,159
(補足データ)						
EBIT	1,140	1,294	1,412	1,757	1,664	1,875
EBITDA	1,279	1,405	1,532	1,833	1,822	1,912
EBITDA マージン	*12.2*	*12.1*	*12.5*	*14*	*10.8*	*10.6*
(コスト明細)						
人件費合計	877	946	992	1,027	1,126	1,216

出所：SPEEDA

連結バランスシート

J-GAAP 百万円、 %	FY2014/12 Annual	FY2015/12 Annual	FY2016/12 Annual	FY2017/12 Annual	FY2018/12 Annual	FY2019/12 Annual
資産合計	8,793	11,398	10,833	16,916	16,777	19,294
流動資産	7,836	10,366	9,749	15,874	15,745	18,095
現金同等物及び短期性有価証券	2,276	2,254	2,435	3,558	3,594	4,134
現預金及び同等物	2,276	2,254	2,435	3,558	3,594	4,134
売上債権	91	151	143	108	121	115
棚卸資産	5,180	7,706	6,901	11,873	11,691	13,550
製品・商品	5,167	7,699	6,878	11,864	11,678	13,494
その他棚卸資産	13	6	23	9	13	56
繰延税金資産 - 流動	141	138	110	159	150	
貸倒引当金 - 流動	-5	-7	-10	-13	-15	-27
固定資産	957	1,031	1,083	1,042	1,032	1,199
有形固定資産	603	572	591	467	458	456
土地	2	2	1	1	1	1
建設仮勘定	45				6	
無形固定資産	96	76	88	81	69	74
投資その他の資産	258	383	405	494	505	669
投資有価証券(関係会社含む)	0	81	81	51	0	0
投資有価証券	0	81	81	51	0	0
繰延税金資産 - 固定	0					
貸倒引当金 - 固定	32	30	26	39	51	207
	-41	-41	-41	-41	-41	-41
負債合計	3,531	5,363	3,977	8,909	7,869	9,399
流動負債	3,165	4,910	3,751	8,430	6,160	9,047
買入債務	452	471	440	396	491	598
短期借入債務	2,094	3,778	2,624	7,076	4,728	7,203
短期借入金（リース債務含む）	1,958	3,630	2,427	6,948	4,589	7,010
一年内返済の長期借入債務	137	148	197	128	139	193
一年内返済の長期借入金	82	103	157	108	139	193
一年内償還社債	55	45	40	20		
資産除去債務 - 流動			3			
固定負債	367	453	226	479	1,710	351
長期借入債務	320	180	88	364	1,320	
長期借入金（リース債務含む）	216	120	68	364	1,320	
社債	105	60	20			
資産除去債務 - 固定	4	7	7	5		
純資産合計	5,262	6,034	6,856	8,006	8,908	9,895
株主資本等合計	5,262	6,034	6,856	8,006	8,908	9,895
株主資本	5,262	6,034	6,852	8,002	8,903	9,891
資本金	661	710	720	788	811	814
資本剰余金	622	671	681	749	772	775
利益剰余金	3,978	4,654	5,451	6,464	7,320	8,302
自己株式	0	0	0	0	0	0
新株予約権			4	4	4	4
(補足データ)						
株主資本比率	*59.84*	*52.94*	*63.29*	*47.33*	*53.1*	*51.29*
ROE	*13.71*	*12.82*	*13.25*	*14.95*	*11.91*	*12.33*
ROA	*7.07*	*7.17*	*7.68*	*8.01*	*5.98*	*6.43*
ROIC	*10.27*	*9.37*	*9.93*	*9.6*	*8.11*	*7.87*
有利子負債残高	2,414	3,958	2,712	7,439	6,048	7,203
D/Eレシオ	*0.46*	*0.66*	*0.4*	*0.93*	*0.68*	*0.73*
ネットD/Eレシオ	*0.03*	*0.28*	*0.04*	*0.48*	*0.28*	*0.31*
有利子負債／EBITDA	*1.89*	*2.82*	*1.77*	*4.06*	*3.32*	*3.77*
ネット有利子負債／EBITDA	*0.11*	*1.21*	*0.18*	*2.12*	*1.35*	*1.61*
有形固定資産減価償却累計額	229	253	244	202	217	172

出所： SPEEDA

連結キャッシュフロー計算書

J-GAAP	FY2014/12	FY2015/12	FY2016/12	FY2017/12	FY2018/12	FY2019/12
百万円、%	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
営業活動によるキャッシュフロー	1,761	-1,451	1,611	-3,666	1,617	-420
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	74	105	86	71	56	51
減価償却費 - CF	74	105	86	71	56	51
有価証券及び投資有価証券評価損益				30	51	
有形固定資産売却損益				-97	16	
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	2	1	0	0	0	0
利息の支払額 - 営業CF	-98	-100	-82	-86	-125	-118
投資活動によるキャッシュフロー	-111	-116	-184	107	-64	-71
有形固定資産の取得及び売却		-81				
有価証券の取得		-81				
有形固定資産の売買	-65	-40	-73	119	-32	-20
有形固定資産の取得	-65	-40	-75	-26	-45	-26
有形固定資産の売却	0	0	2	145	13	6
無形固定資産の取得及び売却	-26	-18	-36	-31	-22	-35
無形固定資産の取得	-26	-18	-36	-31	-22	-35
財務活動によるキャッシュフロー	-612	1,588	-1,278	4,667	-1,495	984
短期借入による収入		1,672		4,521		2,421
短期借入金の返済	-1,214		-1,203		-2,358	
長期債務の増加	266	50	150	425	1,904	143
長期借入による収入	266	50	150	425	1,904	143
長期債務の返済	-423	-181	-191	-216	-936	-1,407
長期借入金の返済	-360	-126	-147	-176	-916	-1,407
社債の償還	-63	-55	-45	-40	-20	
株式の発行	800	97	21	37	45	6
支払配当金	-41	-48	-57	-98	-150	-177
現金及び現金同等物の増加額	1,039	22	150	1,108	58	493
現金及び現金同等物期首残高	1,089	2,128	2,150	2,299	3,407	3,465
現金及び現金同等物期末残高	2,128	2,150	2,299	3,407	3,465	3,959
フリーキャッシュフロー	1,650	-1,567	1,427	-3,559	1,553	-491

注：企業の会計基準は国により異なるため、財務比較を可能にするために本セクションの財務データは標準化されています。
出所： SPEEDA

LEGAL DISCLAIMER

デイスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したものですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や情報は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートーナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。

SESSAパートナーズ株式会社

東京都渋谷区広尾5-3-18
info@sessapartners.co.jp